

NB-IoT 智能水表提速，战略布局稀土资源回收

报告摘要:

NB-IoT 智能水表带动公司增长提速。受益于政策推动、行业需求和技术成熟，NB-IoT 智能水表开始放量。公司智能表销售收入占比不断提高，2019 年上半年智能表营收占比从 2018 年 46% 提升到 52%，2019 年上半年智能水表毛利占比已达到 65% 以上，带动综合毛利率提升，成为最主要的业绩及其增长来源。重点客户中标比例大，在 2019 年天津智慧水务招标中，公司中标超过 100 万台，中标份额超过一半。

核心竞争力在于研发创新和营销网络。公司是国内最早与华为合作研发、生产与推广 NB-IoT 物联网水表的企业之一。2015 年开始研发 NB-IoT 智能水表。公司与全国约 1400 家县级以上水司建立和保持长期、稳定的业务关系，客户覆盖率达到 40% 左右。2019 年公司的主要客户由县市级水司逐步进入了北京、上海、天津、深圳等主流一线城市。

战略入股中稀天马，布局稀土资源回收。2019 年 1 月公司以 4.45 元/股价格认购三板挂牌企业中稀天马非公开发行，持股 20%。中稀天马成为公司联营企业，整体估值 3.64 亿元。2020 年 1 月，中稀天马再次非公开发行股份，整体估值达到 4.87 亿元，较公司参与增发时增长 33.8%。中稀天马从事钕铁硼废料的回收加工及受托加工业务的高新技术企业，产品包括氧化镨钕、氧化钕、氧化镝、氧化镨、氧化钷以及氧化铽等稀土氧化物。中稀天马营收和利润增长稳健。

业绩预测：预计公司 2019~2021 年营业收入 CAGR 27%；归母净利润 CAGR 48.5%。由于 NB-IoT 智能水表占比提升，毛利率远高于机械水表，以及投资收益稳步提高，其归母净利润增长快于收入增速。2019~2021 年 EPS 为 0.18、0.25、0.31 元，对应当前股价 PE 为 27.72、20.36、16.43 倍。首次覆盖，给予“买入评级”。

风险提示：系统性风险，智能水表订单不及预期。

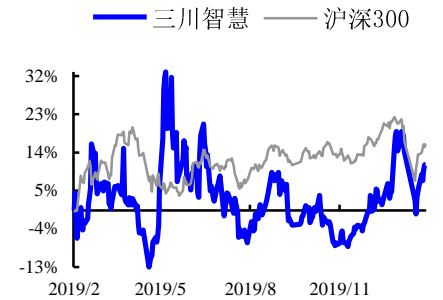
财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	610	687	866	1,152	1,408
(+/-)%	-12.19%	12.59%	25.95%	33.09%	22.26%
归属母公司净利润	79	98	190	259	320
(+/-)%	-40.79%	23.65%	94.13%	36.17%	23.89%
每股收益 (元)	0.08	0.09	0.18	0.25	0.31
市盈率	59.83	35.31	27.72	20.36	16.43
市净率	3.11	2.16	3.02	2.57	2.22
净资产收益率 (%)	5.20%	6.12%	10.91%	12.64%	13.54%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	1,040	1,040	1,040	1,040	1,040

股票数据

2020/2/14

6 个月目标价 (元)	6.21
收盘价 (元)	5.06
12 个月股价区间 (元)	3.92 ~ 6.50
总市值 (百万元)	5,263
总股本 (百万股)	1,040
A 股 (百万股)	1,040
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	36

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-6%	20%	34%
相对收益	-1%	18%	17%

相关报告

《宁波水表(603700): 行业龙头, NB-IoT 物联网智能水表迎风口》

20200204

《宁波水表(603700): 老牌水表企业, 智能水表增长迅速》

20200114

《新天科技(300259): 公用事业领域物联网终端龙头, 低估值、超预期》

20191223

《新天科技(300259): 公用事业领域物联网企业向龙头迈进》

20191028

证券分析师: 孙树明

执业证书编号: S0550518010001

010-58034574 sunsm@nesc.cn

目 录

1. 公司基本情况	3
1.1. 公司股权结构.....	3
1.2. 公司主营业务为水表产品及智慧水务.....	3
1.2.1. 水表产品.....	3
1.2.2. 智慧水务.....	5
2. NB-IoT 智能水表带动公司增长提速	6
2.1. 公司营收、归母净利润加速增长.....	6
2.2. 研发投入上升，管理、销售费率下降.....	7
2.3. 智能表占比提升大致综合毛利率提高.....	7
2.4. 净利率上升推动 ROE 稳步提高.....	8
2.5. 产品成本以原材料为主，满产满销、库存较少.....	8
2.6. 客户集中度较低，智能表开始重点推进大客户策略.....	9
3. 核心竞争力在于研发创新和营销网络	10
3.1. 研发及技术创新优势.....	10
3.2. 营销渠道优势.....	11
3.2.1. 国内客户覆盖率 40%左右.....	11
3.2.2. 海外营收平稳增长.....	12
4. 智能水表行业前景	13
4.1. NB-IoT 智能水表迎来风口.....	13
4.2. NB-IoT 时代，行业集中度存在提升可能.....	15
5. 战略入股中稀天马，布局稀土资源回收	17
6. 盈利预测和风险提示	18
6.1. 盈利预测.....	18
6.2. 风险提示.....	18

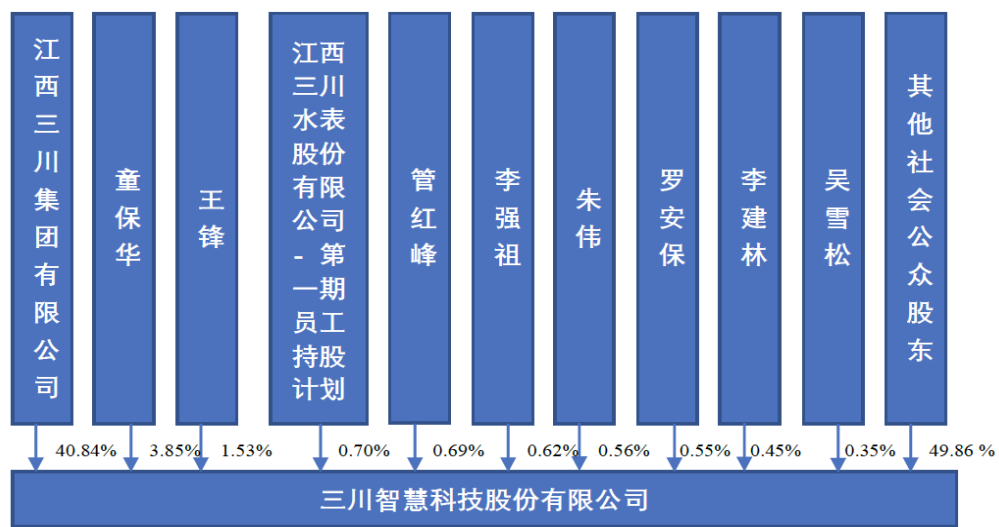
1. 公司基本情况

1.1. 公司股权结构

三川智慧科技股份有限公司由江西三川集团有限公司 2003 年发起设立。江西三川集团有限公司始建于 1971 年，是原国家机电部定点生产水表的专业企业。三川智慧是国内首家以水表为主业的上市公司，也是江西省第一家在创业板上市的公司。公司是中国移动物联网产业联盟副理事长及秘书长单位、中国计量协会水表工作委员会副主任委员单位、中国城镇供水排水协会常务理事单位。

公司实际控制人为李建林及李强祖，李强祖为李建林之子。李建林担任公司董事长，持有江西三川集团有限公司的 40.87% 股份，直接持股比例为 0.45%，实际持股比例为 17.14%。李强祖担任董事及总经理，李强祖持有江西三川集团有限公司的 16.87% 股份，直接持股比例为 0.62%，实际持股比例为 7.51%。前十大股东中，童保华为监事会主席，吴雪松为公司董事。

图 1: 公司股权结构(2019Q3)



数据来源：东北证券，Wind

1.2. 公司主营业务为水表产品及智慧水务

1.2.1. 水表产品

公司以涉水的相关产业链为发展目标，以物联网和大数据技术为载体，所从事的主要业务包括以智能水表特别是物联网水表为核心产品的各类水表、水务管理应用系统、水务投资运营、供水企业产销差与 DMA 分区计量管理、健康饮水服务、智慧水务数据云平台建设等。公司产品分为智能表、普通表、节水表、水务、软件销售及其他业务。智能表分为智能成品表和智能基表。水表是记录流经封闭满管道中水流量的一种仪表，属于《中华人民共和国计量法》保护的专用计量器具。2007 年国家颁布的水表标准《封闭满管道中水流量的测量-饮用冷水水表和热水水表》(GB/T 778.1/2/3-2007) 将水表分为机械水表、带电子装置水表和电子水表三类，其中带电子装置水表和电子水表均为智能水表。

表 1: 公司水表类别

类别	代表产品
特色产品系列	物联网水表 (NB-IoT), 光电直读远传水表, 智能卡式水表, 精钢水表, H4000P, H5000
智能水表系列	超声波热量表, IC 卡超声热量表, 超声远传水表, 超声远传阀控水表
机械系列	普通水表, 复式水表, WS 垂直螺翼可拆式水表

数据来源: 东北证券, 公司官网

表 2: 代表水表产品特点及产品图片

代表产品	产品特点	产品图片
物联网水表 (NB-IoT)	信号稳定, 抄表收费二合一, B/S 构架可在任意终端登录管理, 多达 6 级阶梯水价设置, 可进行 GPS 地理定位及查询, 具备监控和预警功能。	
智能卡式水表	以 IC 卡为信息载体, 采用液封湿式及电池可更换技术, 实现数据采集、处理、显示、保存及预付费控制等功能; 功耗低、抗干扰性强、可靠性高、安装使用方便	
光电直读远传水表	采用光电直读技术, 直接读取水表的窗口值, 计量准确, 没有脉冲累计误差; M-BUS 总线标准, 树状结构方便维护	
超声波热量表	计量可靠性好, 计量精度高, 压损小, 视窗可旋转, 反射面可拆卸	
IC 卡超声热量表	预付费+远传+阀控, 压损小, 计量精度高, 反射面可拆卸	
超声远传阀控水表	预付费+远传+阀控, 滴水计量, 宽量程比, 独特的流道设计	
WS 垂直螺翼可拆式水表	测量精度高, 内置不锈钢滤网, 适用于流量变化较大的水计量, 适合各种用水环境。	

数据来源: 东北证券, 公司官网

公司水表产品以智能水表特别是物联网水表为核心产品。物联网水表又分为基于 LoRa 技术的自组网智能水表和基于 NB-IoT 技术的窄带物联网水表等。NB-IoT 技术由于高安全、广覆盖、低功耗、大连接等优势, 十分契合公用事业领域智能表计的应用。NB-IoT 使用授权频段, 安全性高; 比 LTE 提升 20dB 增益, 发射功率提升 100 倍, 覆盖深、覆盖范围 10km+; 超长 DRX(非连续接收)省电技术和 PSM 省电态

模式，10年电池续航；大连接，5万连接数。GSMA就针对NB-IoT技术定义了7大类21个典型应用场景，其中智能表计首当其冲。NB-IoT智能水表是实现智能远程抄表、实施城镇供水管网DMA分区计量管理和建立管网漏损管控体系信息化、智能化的理想载体。

图 2: NB-IoT 四大优势

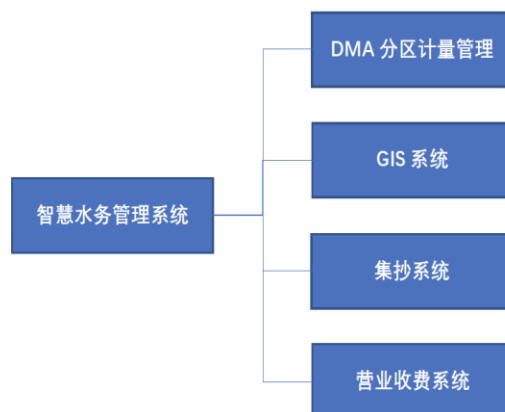


数据来源：东北证券，《NB-IoT 智慧水表白皮书》

1.2.2. 智慧水务

公司秉持“智慧水务平台+水务大数据服务”的发展战略，结合智能水表特别是物联网水表的销售，加快水务信息化管理系统的推广应用，积极介入水务大数据及其增值服务，为供水企业乃至整个城市提供包括水资源监测、管网监控、水质检测、用水调度、产销差管理在内的整体解决方案。公司提供的水务管理综合解决方案以DMA分区计量管理为核心内容。DMA（独立计量区域）是通过截断管段或关闭管段上阀门的方法，将管网分为若干个相对独立的区域，并在每个区域的进水管和出水管上安装流量计，从而实现对各个区域入流量与出流量的监测。

图 3: 公司智慧水务管理系统示意图



数据来源：东北证券，三川智慧

除水表、水务及软件外，公司其他主要业务主要为水表配件的生产和销售，产品包括可锁式铜球阀，球铁闸阀，黄铜球阀系列等。

2. NB-IoT 智能水表带动公司增长提速

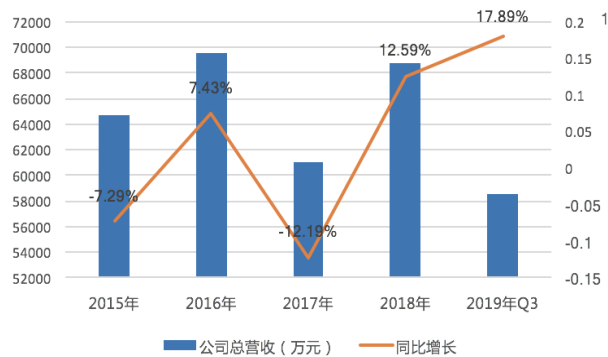
2.1. 公司营收、归母净利润加速增长

2017 至 2019 年，公司营业收入加速增长。2018 年公司总营收 6.87 亿元，同比增长 12.59%。2019 年前三季度公司总营收 5.85 亿元，同比增长 17.89%。

智能表销售收入占比不断提高。2018 年，公司营收结构为智能表占比 45.72%、普通表 26.18%、节水表 13.16%、水务 3.23%、软件销售收入 1.81%。公司智能表营收占比从 2016 年的 43.41% 增长到 2018 年的 45.72%，2019 年上半年智能水表营收占比提升到 51.7%。节水表产品由于技术路径及适用场景等因素收入不断下降。

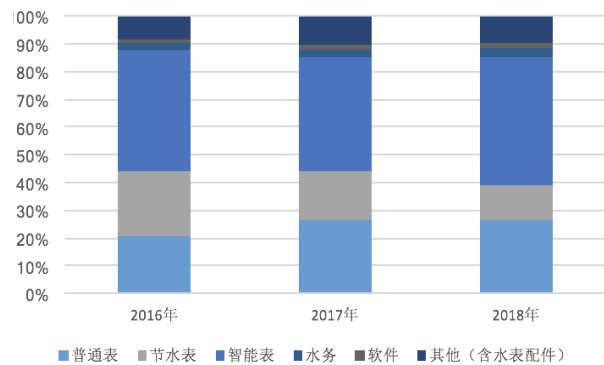
公司水务管理软件的研发与推广取得了积极进展与成效。在智慧水务管理运用的大平台下，公司水务管理软件积极向表具协同与大数据分析纵深发展，在综合漏损定位分析、水表与终端管理系统协同、用户与水司及政府主管部门数据共享等领域精耕细作，实现了水务精细化管理与运用，进一步加强客户体验感与黏性。

图 4: 2015-2019 年公司总营收



数据来源：东北证券，公司年报

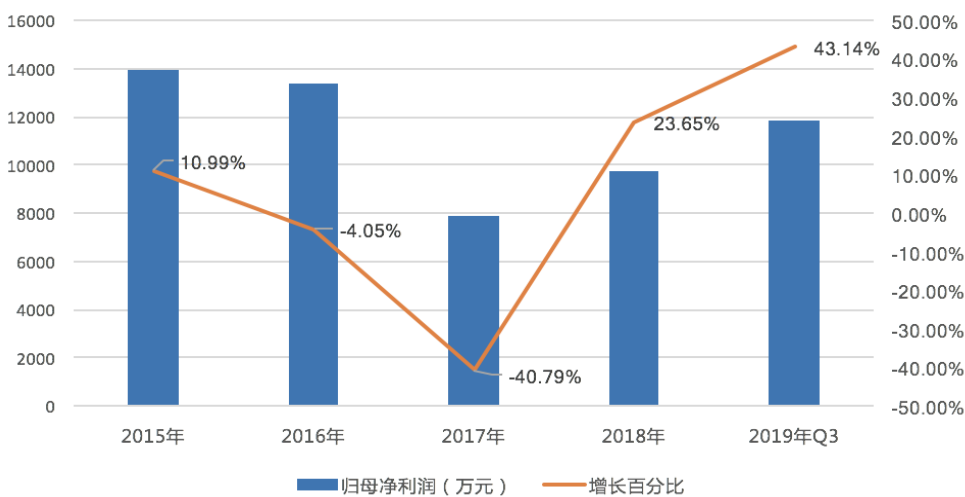
图 5: 2016-2018 年公司营收结构



数据来源：东北证券，公司年报

2017-2019 年公司归母净利润快速增长，2017、2018 年公司归母净利润分别为 7909.36 万元、9780.20 万元。2019 年前三季度公司归母净利润达到 11877.54 万元，已超过 2018 年全年利润额，同比增长 43.14%。公司已发布 2019 年全年业绩预告，同比 2018 年增长 85%~115%，业绩区间处于 1.80~2.10 亿元。

图 6: 2015-2019 年公司归母净利润

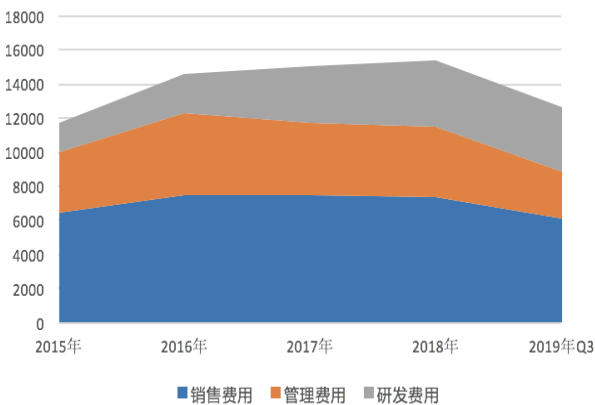


数据来源: 东北证券, 公司年报

2.2. 研发投入上升, 管理、销售费率下降

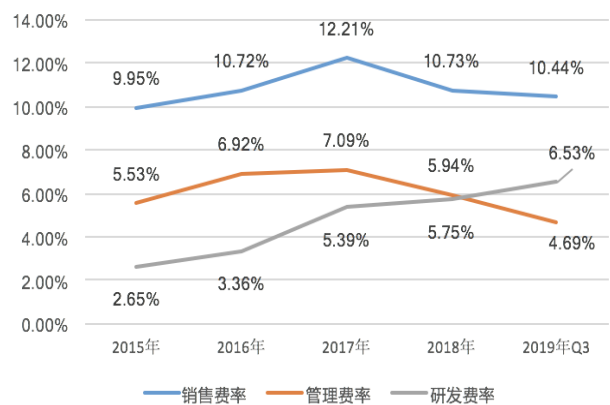
2017-2019 年, 公司管理费用率、销售费用率不断下降, 研发费用率不断上升, 至 2019 年研发费用率达到 6.53%, 销售费用率为 10.44%, 管理费用率为 6.53%。2019 年前三季度, 公司销售费用为 0.61 亿元, 管理费用为 0.27 亿元, 研发费用为 0.38 亿元。公司研发投入不断上升, 2019 年前三季度同比增长 34.97%。

图 7: 2015-2019 年公司费用支出



数据来源: 东北证券, 公司年报

图 8: 2015-2019 年公司各项费用率



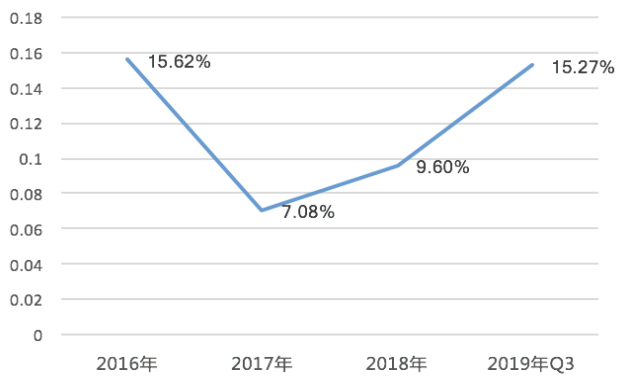
数据来源: 东北证券, 公司年报

2.3. 智能表占比提升大致综合毛利率提高

智能表占比提升大致综合毛利率提高。2017-2019 年公司整体毛利率不断上升, 2019 年前三季度达到 15.27%, 相比 2018 年上升了 5.67 个百分点。分产品看, 公司水表产品的毛利率排序是智能表>节水表>普通表>其他(水表配件)。2018 年公司智能表产品毛利率为 40.74%, 普通表为 25.34%, 节水表为 28.20%。2017 年公司水务产品毛利率为 39.73%, 软件产品毛利率为 79.95%。

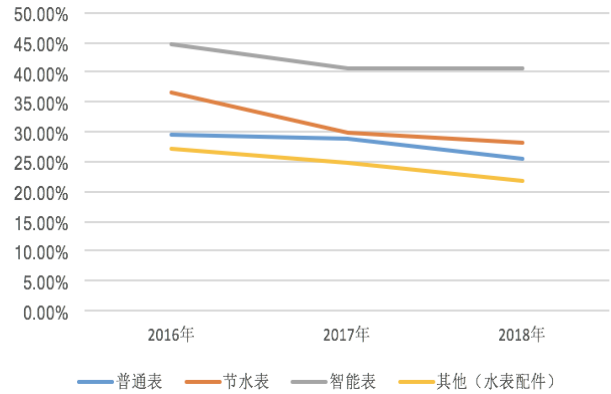
过去几年，公司智能水表产品占比不断上升，智能水表毛利率高于其他水表产品，主推的物联网智能水表价格也高于其他智能水表，带动整体毛利率不断上升。公司软件产品毛利率较高，但仍处在成长期，销售规模不大，其毛利率易受到客户个性化要求及市场竞争因素影响，不同期间会产生一定的变化。

图 9: 2016-2019 年公司毛利率



数据来源：东北证券，公司年报

图 10: 2016-2018 年公司水表产品毛利率



数据来源：东北证券，公司年报

2.4. 净利率上升推动 ROE 稳步提高

公司 ROE 稳步提高，主要受益于净利率变化，资产周转率和权益乘数基本稳定。公司销售净利率不断上升，2019 年前三季度达到 20.30%。2019 年前三季度公司净资产收益率为 7.21%，同比上升了 1.86 个百分点。

表 3: 公司 ROE 拆分

	2017 年	2018 年	2018 年 前三季度	2019 年 前三季度
净资产收益率 ROE (%)	5.30	6.27	5.35	7.21
销售净利率 (%)	12.96	14.23	16.72	20.30
资产周转率 (次)	0.34	0.37	0.27	0.30
权益乘数	1.20	1.19	1.18	1.20

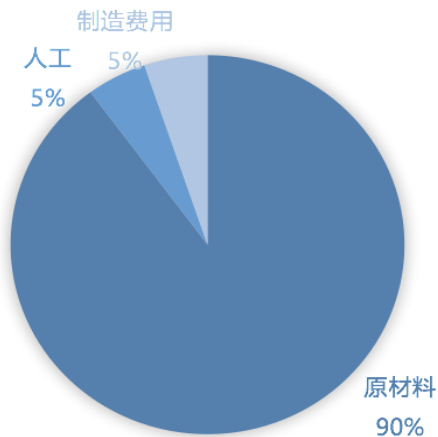
数据来源：东北证券，Wind

2.5. 产品成本以原材料为主，满产满销、库存较少

公司水表产品的营业成本主要由原材料构成，其次为人工成本和制造费用。水表生产所需要的原材料主要为水表金属表壳(铜表壳、铁表壳)、注塑件、电子元器件等。2018 年公司水表营业成本中 89.87%为原材料成本，4.93%为人工成本，5.20%为制造费用。相比 2017 年，各项成本占比变化极小。

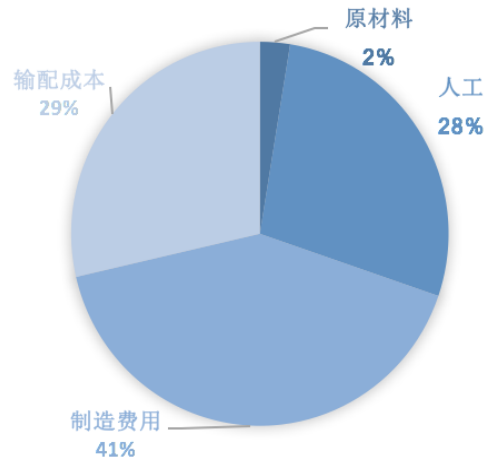
除水表外，公司自来水业务的成本构成以制造费用、人工及输配成本为主，分别占总成本 41.14%、27.68%和 28.61%，原材料只占总成本的 2.57%。而供水工程业务，营业成本则以原材料和土建成本为主，各占总成本 62.46%和 30.87%。

图 11: 2018 年公司水表产品营业成本构成



数据来源: 东北证券, 公司年报

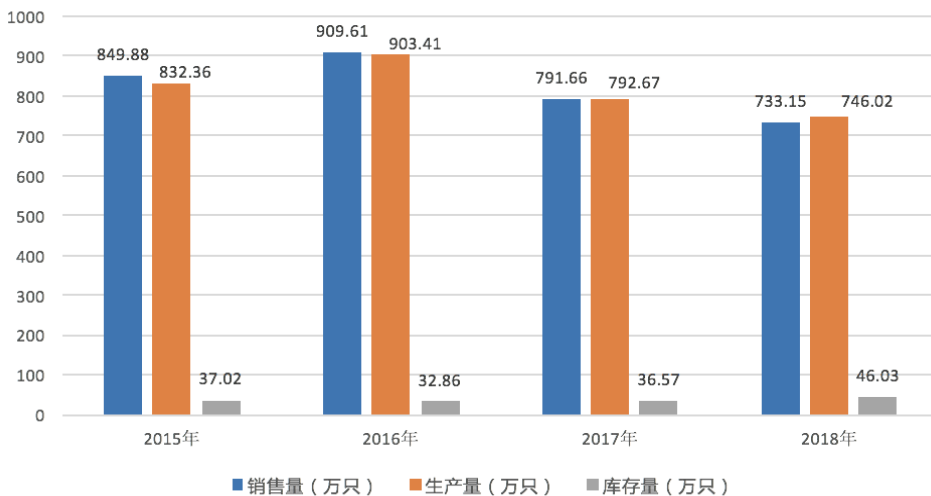
图 12: 2018 年公司自来水业务营业成本构成



数据来源: 东北证券, 公司年报

2017 年公司水表产量 792.67 万只, 销售量为 791.66 万只。2018 年公司水表产量 746.02 万只, 销售量为 733.15 万只。公司基本处于满产满销状态, 库存水表数量较少, 产销率接近 100%。

图 13: 2015-2018 年公司水表产销量



数据来源: 东北证券, 公司年报

2.6. 客户集中度较低, 智能表开始重点推进大客户策略

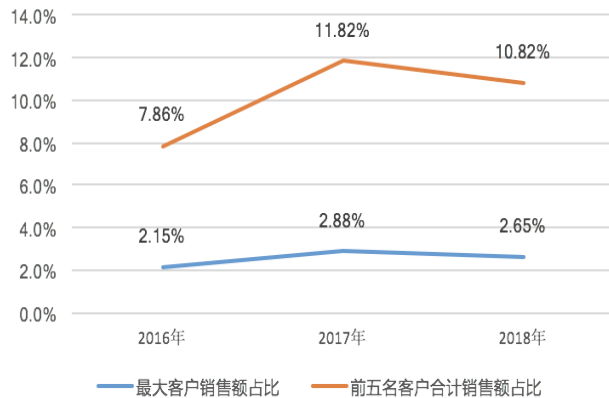
公司客户集中度较低, 与全国约 1400 家县级以上水司建立和保持长期、稳定的业务关系, 客户覆盖率达到 40% 左右。2018 年, 公司最大客户销售额占比仅为 2.65%, 前五名客户合计销售额占比为 10.82%。客户集中度分散, 有利于规避大客户采购变化带来的业绩波动。

在 NB-IoT 智能表的推广上, 公司大客户中标明显提高。2019 年 2 月, 天津市政府工作报告中指出要在两年内免费更新 375 万户居民 NB-IoT 智能水表。2019 年公司披露 4 次公告, 累计中标天津智慧水务项目 NB-IoT 水表超过 100 万台, 中标表计

台数占客户当年招标量约一半左右。

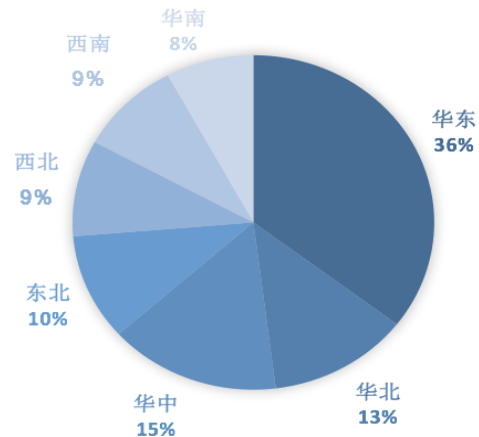
公司在国内的营收主要来自华东、华北、华中等地区，其中华东地区是营收占比最多的地区，2018年占比36%。2017-2018年，除东北和西南两个地区，其他地区业绩均有不同程度的增长。其中西北和华北地区营业收入增长幅度最大。

图 14: 公司大客户销售比



数据来源：东北证券，公司年报

图 15: 2018年国内各地区营收占比



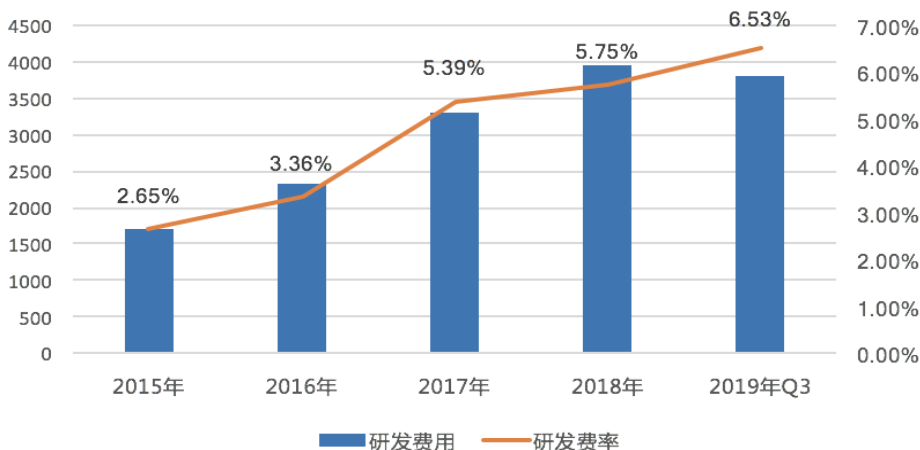
数据来源：东北证券，公司年报

3. 核心竞争力在于研发创新和营销网络

3.1. 研发及技术创新优势

公司是“国家高新技术企业”、“国家技术创新示范企业”，设立了行业首家博士后科研工作站和院士专家科技服务站，建立了目前行业唯一一家国家级企业技术中心，先后主导或参与国家标准、行业标准以及其他技术规范的起草、制定、修改 24 项。截止报告期末，公司共计拥有有效专利 139 项，其中发明专利 16 项；拥有软件著作权 126 项。拥有研发技术人员 188 人，占员工总数 15%。打造了一支集硬件研发、智能控制、软件开发及网络、通信技术于一体的综合性研发团队。

图 16: 公司研发投入



数据来源：东北证券，公司年报

公司是国内最早与华为合作研发、生产与推广 NB-IoT 物联网水表的企业之一。2015 年 12 月，公司与华为签署战略合作备忘录，共同开启基于 NB-IoT 技术的智能水表产品及智慧水务数据采集管理平台的研发。2016 年 12 月，公司研发的 NB-IoT 智能水表顺利通过华为 NB-IoT 智能水务场景互联互通认证，随后即在澳大利亚墨尔本进行安装测试。2017 年 2 月，公司 NB-IoT 超声远传水表亮相 2017 年世界移动通信大会，与华为 Ocean Connect IoT 平台集成，重磅推出智能抄表业务。之后，公司 NB-IoT 智能水表基础性能通过海外第三方检测机构检测认证，并在澳大利亚市场投入试用。2017 年 9 月，公司 NB-IoT 智能水表通过中国泰尔实验室的功能及性能检测，是国内首例通过中国泰尔实验室认证的 NB-IoT 智能水表。2017 年 10 月，鹰潭 10 万 NB-IoT 智能水表正式商用上线，产品由公司提供。2018 年，公司已完成小口径带阀 NB-IoT 物联网水表及基于 LoRa 通讯技术的脉冲式物联网水表的开发，可大批量生产，并完成了符合澳洲东南水务需求的 NB-IoT 超声无线远传水表的开发和端到端测试。该产品目前已经在北京、上海、深圳、天津等大中城市规模化商用。

图 17: NB-IoT 产品进展时间轴



数据来源：东北证券，Wind

3.2. 营销渠道优势

3.2.1. 国内客户覆盖率 40%左右

公司与全国约 1400 家县级以上水司建立并保持长期、稳定的业务关系，客户覆盖率达到 40%左右。公司先后在北京、南京、广州、西安、郑州、武汉、太原、合肥、长沙、南宁、哈尔滨等十一个中心城市设立了营销与客服办事处，形成渠道优势。2019 年公司的主要客户发生了很大变化，原来主要是县市级水司，近两年逐步进入了北京、上海、天津、深圳等主流一线城市。

图 18: 国内营销网络

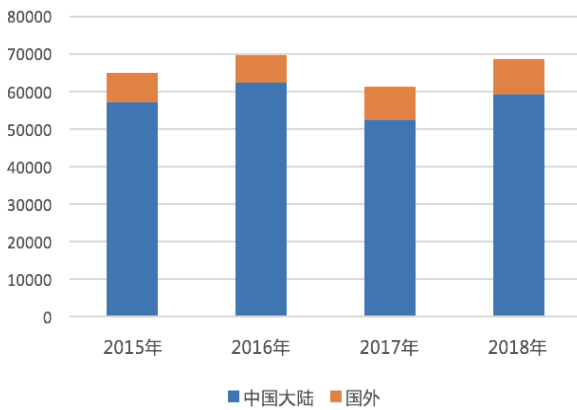


数据来源: 东北证券, 公司官网

3.2.2. 海外营收平稳增长

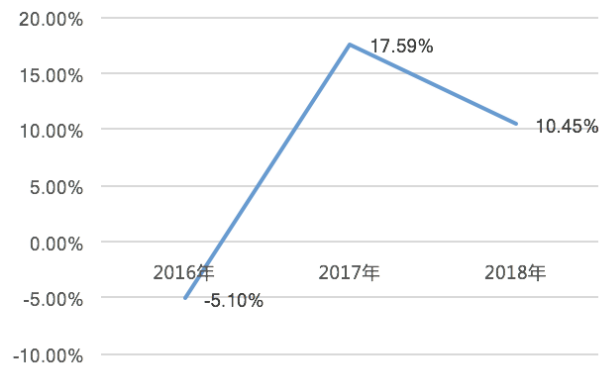
2018 年, 公司销往外国的产品总额 0.96 亿元, 同比增长 10.45%, 占全年营收的 14.02%。2016-2018 年公司海外业务实现平稳增长。公司在印度、马来西亚、西班牙、加拿大和秘鲁等国家设立了营销中心, 营销网络遍布全球, 形成了较为明显的渠道优势。

图 19: 2015-2018 年公司外销情况



数据来源: 东北证券, 公司年报

图 20: 公司海外营收增长率



数据来源: 东北证券, 公司年报

图 21: 公司海外营销网络



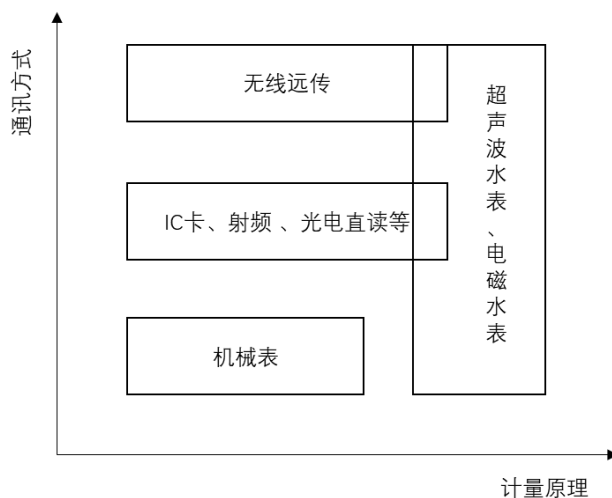
数据来源：东北证券，公司官网

4. 智能水表行业前景

4.1. NB-IoT 智能水表迎来风口

按照我国分类标准，水表可分为机械水表和智能水表两大类。随着计量技术、电子技术和通讯技术的进步，我国水表行业从传统的机械表向超声波技术、电磁计量技术升级，在电子方面从机械表向具备电子模块的智能水表升级，在通讯方面从不具备通讯功能向无线远传物联网表升级。当前民用小口径表计正处于机械表向无线远传智能水表过渡过渡阶段。其中，在通讯技术上，从有线通讯、2G 等通讯技术，将形成以 NB-IoT 技术为主、Lora 为辅的通讯技术升级。

图 22: 水表技术演进示意图

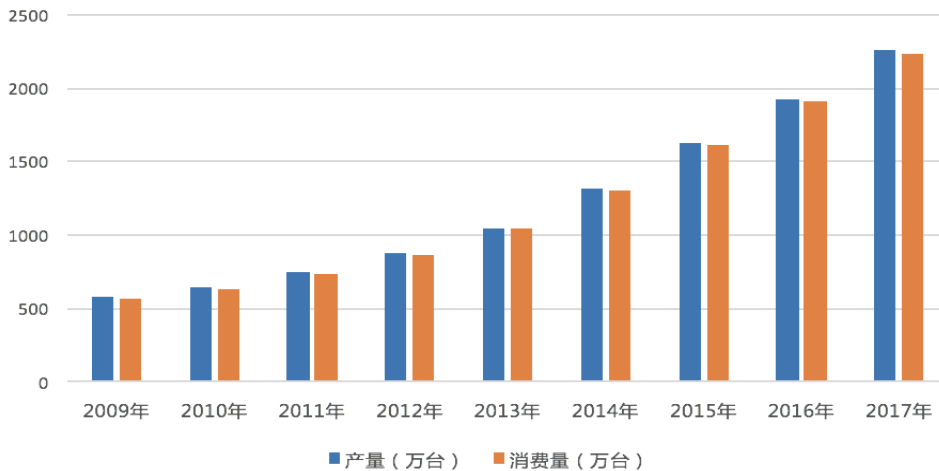


数据来源：东北证券，宁波水表，新天科技，三川智慧，汇中股份

当前国内智能水表渗透率不高，仍处于机械表向智能表 1.0 转换的过程当中。2017 年我国智能水表行业产量约 2255 万台，进口约 2.5 万台，出口约 24.8 万台，行业

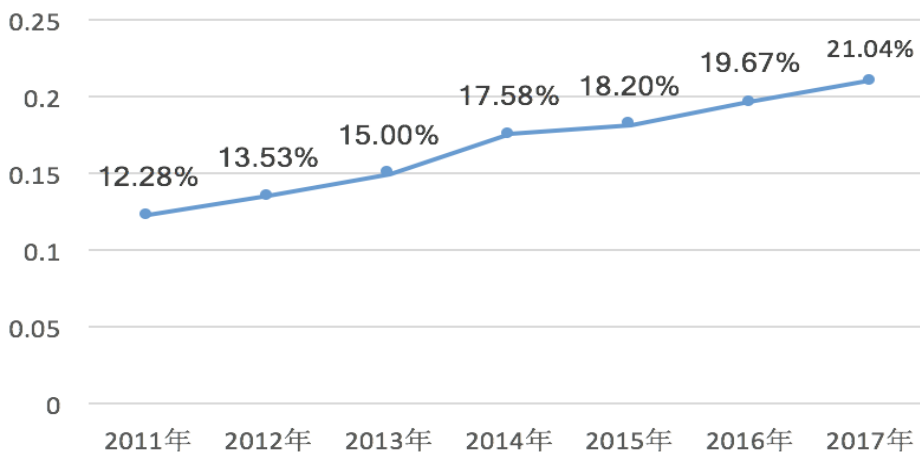
表观消费量约 2232.7 万台。2017-2018 年，渗透率处于 20%-30% 之间，远低于智能电表 80% 以上及智能燃气表 60% 的渗透率，有巨大提升空间。随着我国“一户一表”、“阶梯水价”、“强制检定”和“智慧城市”等的推动，我国智能水表的渗透率将大幅提高，预计我国智能水表的渗透率将超过 50%。

图 23: 2009 年-2017 年中国智能水表供需情况



数据来源: 东北证券, 前瞻产业研究院

图 24: 2011 年-2017 年中国智能水表市场渗透率



数据来源: 东北证券, 前瞻产业研究院

从产业链结构来看，水表制造行业的下游行业主要为供水行业、房地产行业以及其他相关工业企业。下游最主要的客户是自来水公司。水表采购是自来水公司供水网络建设的一部分，使用年限到期后的更换需求以及水表网络信息化智能化的需求，是推动自来水公司采购新型水表的主要驱动力。

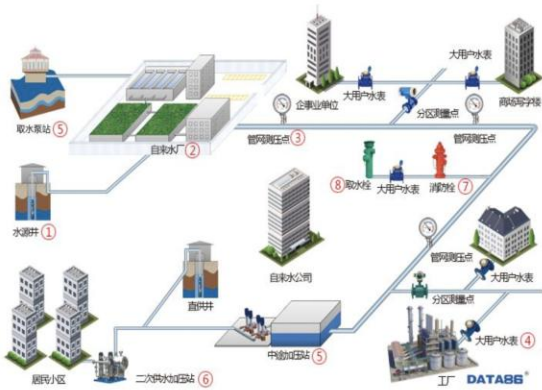
智能水表需求大致来源于增量需求和存量需求两方面，存量需求部分是指现有机械水表换装智能水表的需求以及智能水表中的预付费水表更换为远传水表的需求，增量需求部分是指由新竣工房屋带来的需求。影响智能水表需求增长的因素大致分

为两方面：国家政策推动和智慧水务建设。

政策层面，一户一表、阶梯定价政策，以及国家对污水排放处理和控制的重视，再生水和直饮水供水工作的实施，“新农村建设”对农村供水工作的推动，对水表计量的精确性、及时性、自动计费等方面提出了更高要求和更大需求。国家加强对北方地区供热取暖能源管理，以流量计量技术为主体的热能表市场需求随之增加；国家节水政策的实施，也为智能节水水表与系统的后续发展提供了强有力的政府支持。

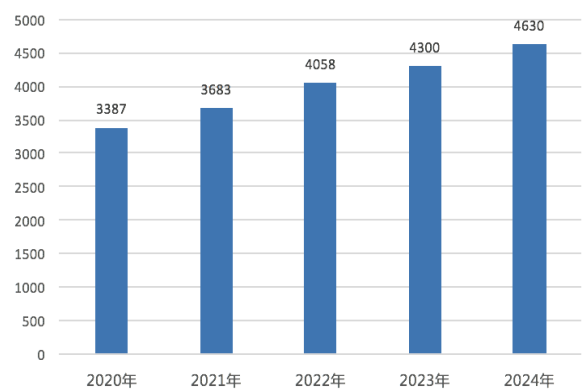
智慧城市给智能水网建设带来巨大的投资机会。根据中国仪表协会研究数据，预计2020年供水领域IT市场规模和投入将增加到163亿美元。国家政策推动下，智能水表以及远端数据采集系统将显现巨大优越性。尽管二、三线城市仍以机械水表为主，但智能水网的建设和推广将进一步推动智慧水表的普及。

图 25: 智慧水务整体解决方案



数据来源：东北证券，前瞻产业研究院

图 26: 智能水表需求量预测



数据来源：东北证券，前瞻产业研究院

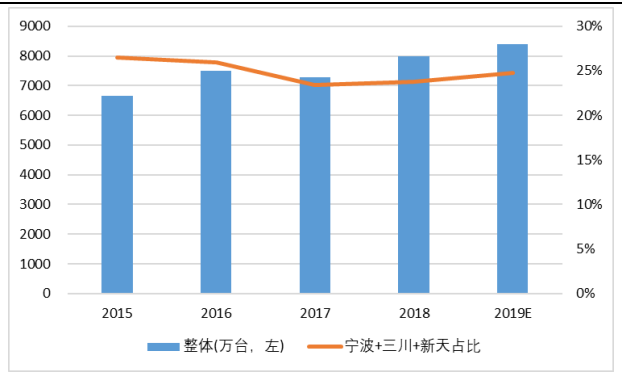
在国家政策和智慧水务建设的推动以及全球水表产业向中国转移的趋势下，我国智能水表市场将迎来发展的最佳时期。我国智能水表市场需求量预计在2020年将达到3387万台，至2024年将增长到4630万台。

4.2. NB-IoT时代，行业集中度存在提升可能

水表行业是一个较为分散，在全国各地分布着600多家厂商，多数厂商以生产机械水表为主。近年来，主要厂商在技术稳定性上实现突破，智能水行业开始快速成长。我国智能水表生产厂家大部分分布在我国南部地区，如广东、福建、河南等区域。

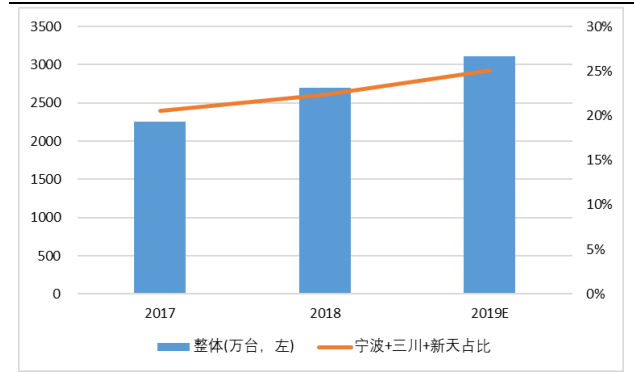
NB-IoT时代，行业集中度存在提升可能，三川智慧等头部企业市场占比提高。售后服务壁垒、技术壁垒和自来水公司采购倾向使智能水表行业不同于普通机械水表行业，呈现高集中度的竞争格局，目前行业内上市头部公司包括宁波水表、三川智慧、新天科技等。2015~2018年，宁波水表、三川智慧、新天科技三家上市公司销售水表占比约25%左右，2017年以来略有提升。2017年智能水表技术路线更加明晰后，三家企业智能水表市占率明显提升，估计2019年三家公司市占率从2017年的15%上升到25%左右。其中，Lora和NB-IoT智能水表三家合计市占率大约30%。随着未来智能水表行业增长加快和三家公司的产能扩张，预计行业集中度有进一步提升的可能性。

图 27: 宁水、三川、新天水表占比



数据来源: 东北证券, 智研咨询, 公司定期报告

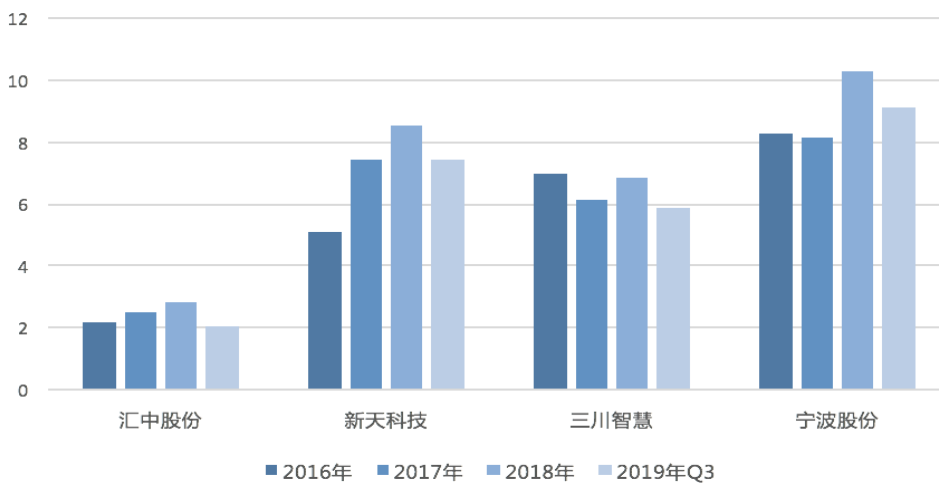
图 28: 宁水、三川、新天智能水表占比



数据来源: 东北证券, 智研咨询, 公司定期报告

从代表性企业的经营情况看, 2017 至 2019 年, 三川智慧、新天科技、汇中股份和宁波水表三大企业的经营业绩稳步提升。

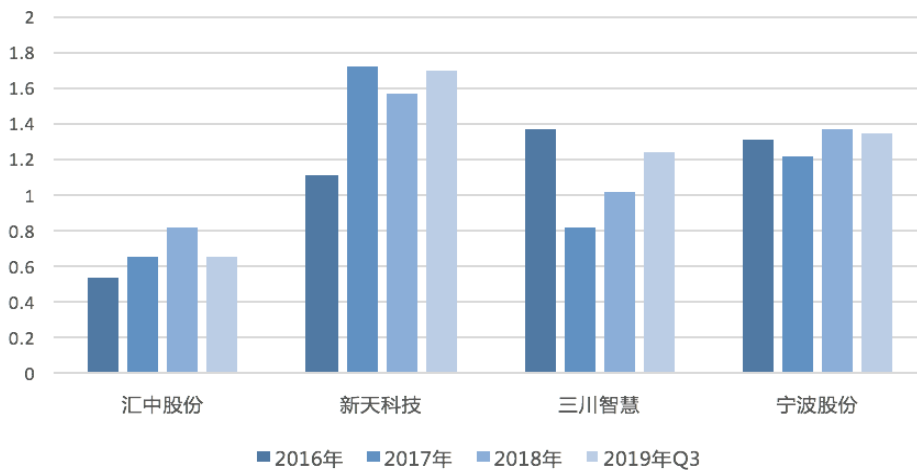
图 29: 2016-2019 年中国智能水表代表企业营业收入 (亿元)



数据来源: 东北证券, 各公司年报

从公司的净利润看, 2019 年前三季度, 几大公司的净利润上升明显, 其中新天科技 2019 年前三季度净利润 1.70 亿元, 宁波水表、三川智慧和汇中股份的净利润分别为 1.34 亿元、1.24 亿元和 0.65 亿元。国家严格的水资源管理及节水行动的出台和智慧水务的发展, 为智能水表企业提供了较大的发展机遇, 盈利能力明显提升。

图 30: 2016-2019 年中国智能水表代表企业净利润 (亿元)



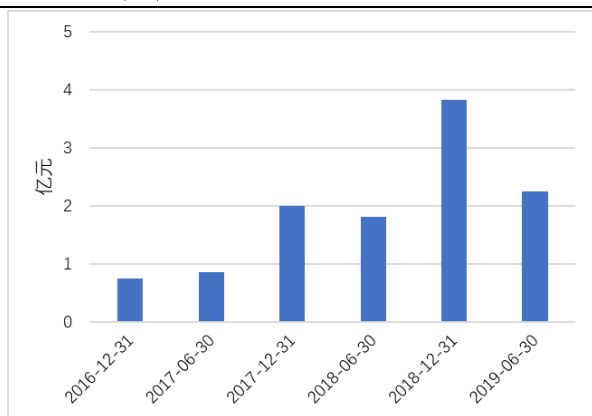
数据来源: 东北证券, 各公司年报

5. 战略入股中稀天马, 布局稀土资源回收

2019 年 1 月, 公司以 4.45 元/股价格认购三板挂牌企业中稀天马非公开发行, 持股标的公司 1616 万股, 持有 20% 股权。公司投资额为 7191.20 万元。中稀天马成为公司联营企业。中稀天马承诺 2018~2020 年扣非及扣除贸易型业务后净利润为 3200、4000、5000 万元。标的公司整体估值 3.64 亿元。中稀天马是专业从事钕铁硼废料的回收加工及受托加工业务的高新技术企业, 拥有《再生资源回收经营者备案登记证明》, 主要通过对磁体材料生产加工过程中产生的油泥、边角料、残次品作为生产原料, 提取钕铁硼废料中的稀土元素, 然后出售给稀土永磁生产企业。公司产品包括氧化镨钕、氧化钕、氧化镨、氧化镧、氧化钷以及氧化铽等稀土氧化物。

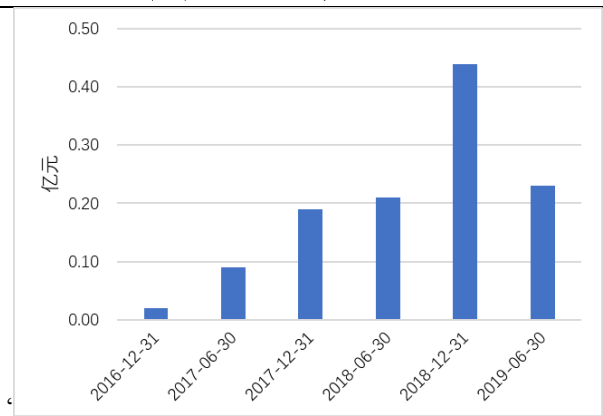
中稀天马营收和利润增长稳健。近几年来, 中稀天马营业收入从 2016 年的 0.75 亿元增长至 2018 年的 3.82 亿元, 归母净利润从 2016 年的 179 万元增长至 2018 年的 4351 万元。2019 年上半年, 中稀天马实现营收 2.25 亿元, 归母净利润 2343 万元。其所有者权益水平也从 2016 年的 1.3 亿元稳步增长至 2019 年上半年的 2.88 亿元。

图 31: 中稀天马营业收入



数据来源: 东北证券, 公司年报

图 32: 中稀天马归母净利润



数据来源: 东北证券, 公司年报

2020年1月，中稀天马再次非公开发行股份不超过667万股，每股价格7.5元，募集资金不超过5002.5万元用于采购原材料。发行后公司股本将有0.81亿股增厚至0.87亿股，公司整体估值达到4.87亿元。中稀天马整体估值较公司参与增发时增长33.8%。中稀天马承诺2019~2021年扣除贸易型业务后净利润为4600、5800、7500万元。

6. 盈利预测和风险提示

6.1. 盈利预测

预计公司2019~2021年营业收入分别为8.66、11.52、14.08亿元，CAGR 27%；归母净利润分别为1.90、2.59、3.20亿元，CAGR 48.5%。由于NB-IoT智能水表占比提升，毛利率远高于机械水表，以及投资收益稳步提高，其归母净利润增长快于收入增速。2019~2021年EPS为0.18、0.25、0.31元，对应当前股价PE为27.72、20.36、16.43倍。首次覆盖，给予“买入评级”。

6.2. 风险提示

系统性风险，智能水表订单不及预期。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	615	598	776	988	净利润	102	197	268	333
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	26	12	19	17
应收款项	317	415	552	675	折旧及摊销	28	28	29	29
存货	177	249	321	386	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	25	30	39	47	财务费用	0	0	0	0
流动资产合计	1,133	1,292	1,689	2,096	投资损失	-38	-58	-72	-76
可供出售金融资产	102	55	55	55	运营资本变动	-79	-134	-169	-151
长期投资净额	194	300	300	300	其他	-3	0	0	0
固定资产	259	242	224	206	经营活动净现金流量	37	45	76	152
无形资产	68	70	71	72	投资活动净现金流量	-191	-15	56	60
商誉	11	11	11	11	融资活动净现金流量	-23	-47	47	0
非流动资产合计	761	806	793	779	企业自由现金流	124	252	343	385
资产总计	1,894	2,097	2,481	2,875					
短期借款	0	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	81	113	146	175	每股指标				
预收款项	37	46	61	75	每股收益 (元)	0.09	0.18	0.25	0.31
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股净资产 (元)	1.54	1.67	1.97	2.28
流动负债合计	174	227	296	357	每股经营性现金流量 (元)	0.04	0.04	0.07	0.15
长期借款	0	0	0	0	成长性指标				
其他长期负债	27	27	27	27	营业收入增长率	12.59%	25.95%	33.09%	22.26%
长期负债合计	27	27	27	27	净利润增长率	23.65%	94.13%	36.17%	23.89%
负债合计	201	254	323	384	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	1,598	1,741	2,046	2,366	毛利率	33.91%	36.40%	38.33%	39.40%
少数股东权益	95	103	113	125	净利率	14.23%	21.94%	22.44%	22.74%
负债和股东权益总计	1,894	2,097	2,481	2,875	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	158.30	175.00	175.00	175.00
					存货周转率 (次)	127.34	165.00	165.00	165.00
					偿债能力指标				
					资产负债率	10.59%	12.12%	13.00%	13.35%
					流动比率	6.53	5.69	5.71	5.87
					速动比率	5.45	4.54	4.57	4.74
					费用率指标				
					销售费用率	10.73%	10.30%	10.00%	10.00%
					管理费用率	5.94%	4.30%	4.00%	3.80%
					财务费用率	-1.66%	-0.98%	-0.83%	-0.87%
					分红指标				
					分红比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					估值指标				
					P/E (倍)	35.31	27.72	20.36	16.43
					P/B (倍)	2.16	3.02	2.57	2.22
					P/S (倍)	7.66	6.08	4.57	3.74
					净资产收益率	6.12%	10.91%	12.64%	13.54%

利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	687	866	1,152	1,408
营业成本	454	550	710	853
营业税金及附加	9	8	10	13
资产减值损失	26	12	19	17
销售费用	74	89	115	141
管理费用	41	37	46	54
财务费用	-11	-8	-10	-12
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	38	58	72	76
营业利润	116	219	298	370
营业外收支净额	0	0	0	0
利润总额	116	219	298	370
所得税	14	22	30	37
净利润	102	197	268	333
归属于母公司净利润	98	190	259	320
少数股东损益	4	7	10	12

资料来源：东北证券

分析师简介:

孙树明：清华大学电气工程硕士，哈尔滨工业大学电气工程及其自动化本科，现任东北证券通信组分析师。曾任国家电网公司中国电力科学研究院研发工程师。两年电力行业工作经验，两年电力设备新能源行业研究经验，两年通信行业研究经验，2015年以来具有5年证券分析师从业经历，当前重点关注5G、数据中心、物联网、北斗及专网通信等细分领域，2016年团队获得电气设备行业水晶球第2名。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn